

管理者过度自信与公司融资策略的选择

黄莲琴¹ 傅元略²

(1. 福州大学管理学院, 福建福州 350108; 2. 厦门大学会计发展研究中心, 福建厦门 361005)

摘要:以沪深两市 2002—2007 年期间 A 股上市公司为观测值, 从管理者过度自信视角考察上市公司的融资策略选择。研究发现, 在公司内部现金流充裕时, 过度自信管理者偏好内源融资; 当需要外部融资时, 过度自信管理者比一般管理者使用更多的债务融资, 即管理者过度自信使净债务融资与资金缺口之间的敏感性增强, 且两者之间具有更高的敏感性并不是源于市场时机选择的结果。该研究结论不仅表明过度自信管理者选择的融资策略遵循融资优序理论, 而且能够从非理性决策视角对争议已久的融资优序理论提供一个新的阐释。

关键词:管理者过度自信; 融资策略; 融资优序; 债务融资

中图分类号: F234.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3321(2010)04-0012-08

一、引言

公司融资策略的选择影响公司的资本结构、治理结构乃至公司价值, 如何选择融资策略成为公司财务决策的重中之重, 正如 Myers 认为资本结构之谜比股利之谜更令人困惑。^[1] Myers 和 Mailuf 提出融资优序理论可以解释该“谜”面, 即在信息不对称下公司的融资策略是: 首选内源融资; 如果需要外源融资, 企业偏好债权融资, 最后才不得不采用股权融资。^[2] 对此, 学者们相继进行了研究。例如, Narayanan 和 Heinkele 的研究基本上赞同 Myers-Mailuf 模型^{[3][4]}, Shyam-sunder 和 Myers 则为其提供了经验证据^[5]; 但是 Flannery 和 Helwege 认为企业的融资选择不遵从融资优序理论^{[6][7]}; 而 Fama 和 Frank 则走中庸之道, 认为这两种理论旗鼓相当, 实际上在许多方面不存在冲突。^{[8][9]} 就国内而言, 黄少安、张岗和陆正飞、叶康涛认为, 中国上市公司偏好股权融

资^{[10][11]}; 刘星等发现, 公司的融资顺序是股权融资、债务融资、内部融资^[12]; 但 Tong et al 和屈耀辉、傅元略认为, 融资优序理论能够在一定程度上解释中国上市公司的融资策略。^{[13][14]} 可见, 这些文献从信息不对称、代理成本等方面对融资优序理论进行检验时仍存在较大分歧, 这为从其他视角探究公司融资策略的选择提供了研究空间。

Hackbarth 认为公司的财务决策权掌握在管理者手中, 管理者的特性显然影响公司的融资政策。^[15] 上述研究隐含管理者是理性的决策者, 忽视了管理者在不确定性环境下的决策与判断往往会受到心理因素的影响而产生认知偏差; Shefrin 指出, 偏差、直接推断与框架效应等三类心理现象妨碍管理者对公司财务传统方法的最优运用。^[16] 而过度自信的认知偏差是心理学上最稳定的发现, 这种偏差在拥有公司控制权的管理者中表现更为突出。研究表明, 管理者过度自信对公司的

收稿日期: 2010-01-13

基金项目: 国家自然科学基金项目 (70872096); 福建省社会科学规划项目 (2008B2028)

作者简介: 黄莲琴, 女, 福建闽清人, 福州大学管理学院副教授, 博士;

傅元略, 男, 福建仙游人, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, 博士。

融资策略产生影响。例如, Graham et al 认为 CFO 对融资优序的偏好可能是管理者乐观引起的。^[17] Heaton 模型表明, 利用管理者乐观假设能够重新解释融资优序理论^[18]; Mahendier et al 和 Lin et al 实证研究支持了 Heaton 的观点, 认为过度自信管理者比其他 CEO 较少进行外部融资, 当需要外部融资时, 过度自信管理者的权益融资明显少于其他 CEO。^{[19][20]} 但是 Hackbarth 模型显示, 存在过度乐观与过度自信认知偏差的管理者并不总是遵循融资优序理论。^[21] 可见, 利用管理者过度自信假设能否解释公司融资策略遵循融资优序理论存在一定争议; 况且这些研究更多着眼于发达国家的分析, 更多基于理论模型, 实证检验尚未充分展开; 而国内学者更多研究管理者过度自信对公司投资与并购的影响。^{[22][23][24][25]} 因此, 本文拟从管理者过度自信的视角, 对中国上市公司的融资策略选择进行实证研究。

二、研究假说的提出

Myers 和 Majluf 认为, 在信息不对称下, 公司通过发行证券向投资者传递有关公司价值的信息。^[26] 如果权益融资是公司唯一的融资选择, 其最优策略是在股票被高估时才愿意发行股票并投资; 在股票被低估时放弃投资机会。而投资者认为公司发行股票意味着现有资产被高估, 将公司发行新股当作一种坏信息, 因此, 公司发行股票将引起股价的下跌; 这种情况一旦发生, 拥有净现值为正的项目的公司将放弃发行股票而导致投资不足。内源融资或无风险债务的融资成本很低, 不存在信息不对称问题而避免上述的投资不足。而债券价值对信息较不敏感, 其价值被低估的程度较低; 同时选择债券融资可避免原有股东利益受损, 在项目好的情况下可发挥财务杠杆的正面效应。因此, 基于融资成本和风险大小, Myers 和 Majluf 预计公司为新项目融资的策略为: 企业偏好内源融资胜于外源融资; 如果需要外源融资, 企业首先发行最安全的证券, 即债券优于股票。

中国传统文化中秉承的君臣之道和组织中“一把手”的绝对权威为公司高层管理者产生自信心理埋下伏笔; 现代企业虽说是三权分立, 但所有者对管理者行为的制约有限, 治理结构尚未完善, 真正有效的外部监督机制尚未形成, 掌握公司控制权的管理者极易产生过度自信心理。管理者过

度自信的特征之一, 是高估公司未来好境况发生的概率, 低估项目现金流的风险而导致公司价值高估; 认为资本市场低估公司证券价值, 风险程度越高的证券对市场的预期越敏感, 其价格越趋向于被市场低估, 外部融资特别是权益融资代价过高。相对而言, 内部资金与无风险证券对市场的预期不敏感, 不易被市场低估。因此, 当公司现金流充裕时, 过度自信管理者倾向于使用内部资金; 当内部资金短缺时, 过度自信管理者需要为公司有价值的项目进行外部融资时, 为降低外部融资成本, 他们倾向于发行风险程度低的证券, 即先选择债务融资后权益融资, 从而使净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性。鉴此, 本文提出如下假说:

假说: 当需要外部融资时, 过度自信管理者比一般管理者使用更多的债务, 即净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性。

三、研究设计

(一) 管理者过度自信指标的界定

目前度量管理者过度自信的指标主要有四类: (1) 根据管理者的行为来判断, 如以管理者的股票期权或股票持有量、管理者盈余预测、并购次数等设计度量指标; (2) 根据管理者的身份来判断; (3) 根据外界的评价来判断; (4) 以消费者情绪指数或企业景气指数来度量。鉴于我国的制度背景与上市公司实际情况, 本文借鉴 Lin et al 的思路^[27], 采用上市公司盈余预告来构建管理者过度自信的度量指标。

从 2002 年开始, 我国沪深交易所要求上市公司在第三季度报告中对公司全年经营业绩进行预告, 上市公司的盈余预告才具有事前预测的功能, 体现了管理者对该年公司业绩是否充满信心。因此, 本文以 2002—2007 年期间 A 股上市公司在第 3 季报中披露盈余预告的公司为样本选择对象 (数据取自聚源与 Wind 数据库)。首先, 剔除金融类公司和 ST 公司, 获得了 3350 个盈余预告样本。其次, 从两个方面设计过度自信指标, 一是根据盈余预告的数据性质, 选取定量描述样本, 共计 2322 个观测值。Hribar 和 Yang 发现过度自信增加了管理者在自愿披露盈余预测方面的偏差, 导致过于乐观的盈余预测。^[28] 可见, 过度自信管理者更可能提供向上偏误的预测。因此, 本文将管理者的

盈余预测与实际盈余之间的差额定义为预测误差 (Forecast error FE)。如果 FE 是正 (负), 说明管理者高估 (低估) 了公司业绩; 如果 $FE \geq 50\%$ 以上, 则把该公司管理者视为过度自信, 共有 290 个样本被定义为过度自信。二是参照余明桂等的方法^[29], 根据盈余预告的类型, 选择乐观预期样本, 共计 2081 个观测值, 如果乐观预测在事后变脸, 即预告的业绩与实际业绩不一致, 则将该管理者视为过度自信, 共有 174 个观测值被划分为过度自信。这样, 综合两组样本形成了最初的研究样本 2771 个, 其中过度自信样本为 464 个, 占样本总数的 16.74%。

(二) 模型构建

为了检验上述假说, 构建如下模型:

$$\text{模型 1} \quad \Delta Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{模型 2} \quad \Delta Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 Con_{it} +$$

$$\beta_3 (FD * Con)_{it} + \sum \gamma Var_{it}^{control} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型 1 是 Shyam - Sunder et al 融资优序检验模型^[30], 其中: $\Delta Debt_{it}$ 表示 i 公司 t 期的净债务融资, 本文以总债务净增额 ΔD_{it} 与长期债务净增额 ΔLD_{it} 来衡量, 并以年初总资产进行标准化; FD_{it} 表示 i 公司 t 期的资金缺口 (Financing Deficit), 其计算公式为:

$$FD_{it} = Cap_{it} + \Delta WC_{it} + Div_{it} - CF_{it} \quad (3)$$

其中: Cap_{it} 表示 i 公司 t 期的资本支出; ΔWC_{it} 表示 i 公司 t 期的营运资本净增额, Div_{it} 表示 i 公司 t 期支付的现金股利; CF_{it} 表示 i 公司 t 期的息税后经营现金净流量; 同时将 FD 及各构成项目以年初总资产标准化。当 $FD_{it} > 0$ 时, 表明 i 公司 t 期的内部现金流量短缺, 反之, 当 i 公司 t 期的内部现金流量充实时, $FD_{it} < 0$ 。

模型 1 中的 β_1 表示净债务融资与资金缺口之间的敏感系数, 即公司的资金缺口可以用净债务融资解释的程度。如果公司选择外部融资策略时将遵循融资优序, 则 $\beta_0 = 0$ 且 $\beta_1 = 1$ 。

模型 2 是加入管理者过度自信指标后的检验模型, 其中, 以 Con 度量管理者过度自信, 当管理者定义过度自信时, Con 取值为 1 反之, 取值为 0 表示控制变量, 根据相关研究文献, 本文选择了 6 个变量, 即公司规模、成长性、盈利能力、有形资产比率、财务杠杆、管理者持股比例等。公司规模

(Lns) 以公司主营业务收入的対数来表示; 成长性 (PB) 为期末收盘价 / 每股净资产; 盈利能力 ($Prof$) 为营业利润 / 期初总资产; 有形资产比率 ($Tang$) 为固定资产净额 / (存货 + 总资产); 以上四个变量分别采用相应的净增额, 即 ΔLns , ΔPB , $\Delta Prof$, $\Delta Tang$ 来表示; 财务杠杆 (Lev_{t-1}) 为期末总负债 / 期末总资产, 并滞后一期; 管理者持股比例 (MHR) 为管理层持股数 / 期末总股数。并设置了行业和年度哑变量 (D^{ind} , D^y), 以分别控制行业差异与宏观经济等时间序列因素的影响。 ε_{it} 表示随机误差项; β 、 γ 分别表示变量的系数, 其中, β_1 代表一般管理者的净债务融资与资金缺口之间的敏感系数; ($\beta_1 + \beta_3$) 代表过度自信管理者的净债务融资与资金缺口之间的敏感系数; 如果假说成立, 意味着过度自信管理者与一般管理者在敏感性方面的差异 β_3 是正值。

(三) 样本与数据来源

为了保证数据的有效性, 对上文形成的初选样本进行处理: (1) 剔除当年新上市的公司 191 家, 以免公司的 IPO 造成的可能影响; (2) 剔除数据异常与缺失的上市公司 16 家。最后获得 2564 个观测值, 其中, 过度自信样本为 447 个, 占样本总数的 17.43%。样本公司的财务数据、公司治理数据取自 CSMAR、CCER 和 Wind 数据库。

四、研究结果分析

(一) Shyam - sunder 和 Myers 模型的初步检验

根据本文研究主题, 将样本按是否过度自信及 FD 是否大于 0 进行细分后分别回归, 结果如表 1 中的 A、B 与 C 三栏所示。从 A 栏可知, 以总债务融资净增额 $\Delta D \Delta sset_{t-1}$ 为因变量时, 模型 (16) 全样本中 $FD \Delta sset_{t-1}$ 的系数为 0.209, 说明总债务融资净增长与资金缺口之间的敏感系数为 0.209。在模型 1 过度自信样本中该系数为 0.638, 高于全样本组与模型 20, 非过度自信样本的系数, 表明在过度自信样本中, 公司资金缺口可以用净债务融资解释的程度最高。在 B 栏 $FD \geq 0$ 样本中, 过度自信样本 $FD \Delta sset_{t-1}$ 的系数也是最大, 说明当公司资金短缺的情况下, 过度自信管理者比一般管理者使用更多的债务融资来满足其资金需求, 初步印证了本文假说。

表 1: Shyam – sunder和 Myers模型的检验

A 栏: 全样本 (N= 2564)						
Variable	$\Delta D / A sset_{t-1}$			$\Delta LD / A sset_{t-1}$		
	全样本 (1)	过度自信 样本 (2)	非过度自信 样本 (3)	全样本 (4)	过度自信 样本 (5)	非过度自信 样本 (6)
<i>In tercept</i>	0 024 ^a (4 591)	- 0 006 (- 0 543)	0 034 ^a (6 461)	0 003 (0 818)	- 0 018 (- 1 501)	0 010 ^a (3 799)
<i>FD A sset_{t-1}</i>	0 209 ^a (16 906)	0 638 ^a (27 451)	0 072 ^a (5 487)	0 207 ^a (26 191)	0 501 ^a (20 114)	0 113 ^a (17 663)
<i>Adj R²</i>	0 100	0 628	0 014	0 211	0 475	0 128
<i>F test</i>	285 818 ^a	753 577 ^a	30 105 ^a	685 966 ^a	404 588 ^a	311 981 ^a
<i>N</i>	2564	447	2117	2564	447	2117
B 栏: <i>FD</i> ≥ 0 样本 (N= 1417)						
Variable	$\Delta D / A sset_{t-1}$			$\Delta LD / A sset_{t-1}$		
	全样本 (7)	过度自信 样本 (8)	非过度自信 样本 (9)	全样本 (10)	过度自信 样本 (11)	非过度自信 样本 (12)
<i>In tercept</i>	0 038 ^a (4 251)	- 0 041 ^a (- 3 059)	0 065 ^a (6 782)	0 007 (1 463)	- 0 032 ^a (- 4 271)	0 021 ^a (4 474)
<i>FD A sset_{t-1}</i>	0 184 ^a (11 122)	0 619 ^a (30 045)	0 039 ^b (2 139)	0 188 ^a (22 276)	0 444 ^a (38 028)	0 103 ^a (11 510)
<i>Adj R²</i>	0 080	0 789	0 003	0 259	0 857	0 101
<i>F test</i>	123 703 ^a	902 692 ^a	4 577 ^b	496 216 ^a	1446 164 ^a	132 491 ^a
<i>N</i>	1417	242	1175	1417	242	1175
C 栏: <i>FD</i> < 0 样本 (N= 1147)						
Variable	$\Delta D / A sset_{t-1}$			$\Delta LD / A sset_{t-1}$		
	全样本 (13)	过度自信 样本 (14)	非过度自信 样本 (15)	全样本 (16)	过度自信 样本 (17)	非过度自信 样本 (18)
<i>In tercept</i>	0 039 ^a (6 178)	0 163 ^a (7 970)	0 002 (0 498)	0 040 ^a (6 327)	0 196 ^a (8 208)	- 0 006 ^b (- 2 332)
<i>FD A sset_{t-1}</i>	0 465 ^a (12 115)	1 674 ^a (15 798)	0 060 ^b (1 974)	0 566 ^a (14 733)	2 044 ^a (16 473)	0 070 ^a (4 407)
<i>Adj R²</i>	0 113	0 549	0 03	0 159	0 570	0 019
<i>F test</i>	146 785 ^a	249 567 ^a	3 896 ^b	217 065 ^a	271 372 ^a	19 422 ^a
<i>N</i>	1147	205	942	1147	205	942

注: 括号中为 t 检验值, 上标 a b c 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著, 下同。

同样, 在 A 栏以长期债务融资净增额 $\Delta D / A sset_{t-1}$ 为因变量时, 模型 (5) 过度自信样本 $FD / A sset_{t-1}$ 的系数 (0 501) 大于全样本的系数 (0 207) 与非过度自信样本的系数 (0 113)。在 B 栏 $FD \geq 0$ 样本中, 也可观察到同样的现象, 这表明, 当公司资金短缺需要外部融资的情况下, 过度自信管理者比一般管理者使用更多的长期债务融资, 再次印证了本文假说。

在 C 栏 $FD < 0$ 样本组中, 过度自信样本组 $FD / A sset_{t-1}$ 的系数比 1 大, 并远远超过了全样本组与非过度自信样本组, 说明在公司内部资金充裕的情况下, 过度自信管理者更倾向于使用内部

资金。

以上的检验仅仅对样本进行分组得出的初步结果, 还未加入管理者过度自信及相关控制变量进行回归分析, 因此, 本文假说还有待于进一步的检验。

(二) 管理者过度自信视角下公司融资策略的检验

为了考察公司资金短缺与充裕情况下过度自信管理者的融资策略, 将样本划分为 $FD \geq 0$ 样本组与 $FD < 0$ 样本组。表 2 列出了模型 2 的 OLS 回归结果, 其中, 模型 (16) ①、② 的因变量为总债务融资净增额 $\Delta D / A sset_{t-1}$, 模型 (8) ③、④ 的因变量

为长期债务融资净增额 $\Delta LD / \Delta sset_{t-1}$ 。通过计算进入每一个回归模型变量的方差膨胀因子 (VIF) 均小于 2, 表明本文的研究变量之间不存在多重共

线性问题; 由 $F test$ 的结果可知, 模型回归结果显著有效的, 不存在序列自相关问题, 且 $Adj R^2$ 的值较高, 显示模型的拟合效果很好。

表 2 管理者过度自信视角下公司融资策略的检验

Variable	$\Delta LD / \Delta sset_{t-1}$			$\Delta LD / \Delta sset_{t-1}$		
	全样本 (1)	$FD \geq 0$ (2)	$FD \geq 0$ (3)	全样本 (4)	$FD \geq 0$ (5)	$FD \geq 0$ (6)
Intercept	0.102 ^a (5.280)	0.117 ^a (4.019)	0.034 ^c (1.772)	0.027 ^b (2.008)	0.019 (1.167)	0.057 ^a (3.285)
$FD / \Delta sset_{t-1}$	0.181 ^a (14.086)	0.178 ^a (10.977)	-0.043 ^a (-1.240)	0.159 ^a (19.194)	0.136 ^a (15.003)	-0.031 (-0.992)
Con	-0.017 (-1.539)	-0.052 ^a (-2.880)	0.136 ^a (10.745)	-0.019 ^a (-2.611)	-0.035 ^a (-3.494)	0.175 ^a (15.377)
$Con^* FD / \Delta sset_{t-1}$	0.440 ^a (17.668)	0.430 ^a (14.639)	1.354 ^a (19.391)	0.327 ^a (23.525)	0.295 ^a (17.906)	1.709 ^a (27.251)
$\Delta Tang$	0.102 ^a (2.651)	0.207 ^a (3.673)	-0.163 (-3.849)	0.114 ^a (4.413)	0.147 ^a (4.630)	-0.041 (-1.066)
ΔLnS	0.042 ^a (6.060)	0.069 ^a (5.784)	0.009 (1.576)	-0.009 ^c (-1.811)	0.013 ^b (1.935)	-0.018 ^a (-3.280)
ΔPB	-0.001 ^a (-2.772)	-0.001 ^b (-2.257)	-0.0001 (-0.126)	-0.0001 (-0.380)	-0.0002 (-0.972)	0.001 (1.472)
ΔP_{wof}	0.101 ^b (2.452)	0.361 ^a (4.499)	-0.088 ^b (-2.411)	0.136 ^a (4.792)	0.204 ^a (4.534)	-0.042 (-1.292)
Lev_{t-1}	-0.242 ^a (-28.398)	-0.256 ^a (-23.591)	-0.183 ^a (-15.372)	-0.105 ^a (-18.623)	-0.071 ^a (-11.591)	-0.167 ^a (-15.561)
MHR	0.018 (0.323)	0.014 (0.156)	0.085 (1.537)	0.058 ^c (-1.866)	-0.050 (-1.029)	-0.046 (-0.935)
D^{ind}	yes	yes	yes	yes	yes	yes
D^y	yes	yes	yes	yes	yes	yes
$Adj R^2$	0.462	0.489	0.498	0.447	0.503	0.616
$F test$	89.195 ^a	55.191 ^a	46.546	83.816 ^a	58.261 ^a	74.511 ^a
$DW test$	1.986	2.017	1.872	2.013	2.197	1.625
N	2564	1417	1147	2564	1417	1147

由模型 (6) 可知, $FD / \Delta sset_{t-1}$ 的系数为 0.181 且高度显著, 表示一般管理者的净债务融资与资金缺口之间的敏感系数为 0.181; $Con^* FD / \Delta sset_{t-1}$ 的系数为 0.44 且高度显著, 并大于 $FD / \Delta sset_{t-1}$ 的系数, 表明过度自信管理者与一般管理者在净债务融资与资金缺口之间的敏感系数相差 0.44, 印证了本文假说。同样, 在模型 1 $FD \geq 0$ 样本中, $Con^* FD / \Delta sset_{t-1}$ 的系数为 0.43 且高度显著, 表明在公司内部资金短缺的情况下, 过度自信管理者比一般管理者在外部融资中使用更多的债务融资, 进一步为本文假说提供了经验证据。就控制变量而言, 公司规模、有形资产比率和盈利能力对净债务融资具有显著的正面影响, 显示了公司规

模越大, 债务融资能力越强; 拥有更多的资产、更高的盈利能力为公司债务融资提供更多的担保。成长性对净债务融资具有显著的负面效应, 说明成长性越高, 市场对公司估价越高, 公司利用市场时机选择权益融资而降低了债务融资比例; 期初资产负债率的系数显著为负, 表明公司已有的债务越多, 为了保持目前的资本结构或避免财务困境, 当期债务融资比例将降低。

由模型 (8) 可知, $Con^* FD / \Delta sset_{t-1}$ 的系数为 0.327 且高度显著, 表明过度自信管理者与一般管理者在净长期债务融资与资金缺口之间的敏感系数相差 0.327, 在模型 (5) $FD \geq 0$ 样本中,

$Con^* FD / Asset_{t-1}$ 的系数显著为正,说明在公司内部资金短缺的情况下,过度自信管理者比一般管理者在外部融资中使用更多的长期债务融资,进一步印证了本文假说。

在模型 20、③ $FD < 0$ 样本组中, $Con^* FD / Asset_{t-1}$ 的系数均大于 1 且显著,说明公司内部资金越充裕,即使是过度自信的管理者也还是会优先选择内部融资,而倾向少使用债务融资。

(三)稳健性检验

为了验证以上实证结果的可靠性,进行如下几个方面的讨论与检验。

1 关于管理者过度自信指标与信息不对称。由于信息不对称影响公司的融资策略,进而对净债务融资与资金缺口之间的敏感性产生影响。管理者会通过披露各种信息向市场传递有关公司价值的信号,以调整投资者对公司盈余的预期,缓解信息不对称。本文管理者过度自信的度量指标来自公司盈余预告信息,上述实证检验得出的管理者过度自信使净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性是否源于信息不对称?为了解决这个疑问,首先,选择公司规模、有形资产比率与现金股利支付等指标来度量信息不对称,并分别以这三个指标的排序,将全样本分为信息较对称样本组与信息较不对称样本组,并设置哑变量 (D^{asy}),信息较不对称组取值为 1;反之,取值为 0。其次,以 D^{asy} 替换 Con 对模型 2 进行回归,结果如表 3 所示。从中可知,在以不同指标度量信息不对称情况下, $FD / Asset_{t-1}$ 的系数均为正且显著,但 $D^{asy} * FD / Asset_{t-1}$ 的系数均为负且高度显著,说明信息越不对称的公司越倾向于利用更少的债务融资,这与信息不对称理论不吻合;这也表明,过度自信的度量指标虽源自盈余预告信息,但并不代表管

理者过度自信的公司面临更高的信息不对称。

2 关于管理者过度自信与市场择机理论。根据 Baker 和 Wurgler 的市场择机理论^[31],在股票市场非理性导致公司股价被高估时,管理者会利用投资者的高涨情绪发行更多的股票,而当股价被低估时,则发行债务。根据 CSMAR 数据统计显示,2002-2007 年期间我国沪深两市的平均收益率分别为 -1.61%、-1.1%、-1.21%、-0.84%、5.8% 和 10.9%。因此,在样本研究期间,我国股票市场的行情实际上处于低迷与高涨两种状态,而在 2002-2005 年期间,沪深两市的平均收益率均为负值,说明该期间我国股票市场比较低迷,那么前文所分析的过度自信管理者在净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性是否由低迷的市场行情引起的呢?为此,本文剔除股市低迷时(2002-2005 年)的样本并重新进行检验。由回归结果可知,以总债务融资净增额为因变量的模型中, $Con^* FD / Asset_{t-1}$ 的系数为正且高度显著,说明管理者过度自信使净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性并不是源于市场时机选择的结果。

3 关于管理者过度自信指标滞后一期的检验。自我归因偏差将导致人们无法通过不断的理性学习过程来修正自己的信念,以致形成动态的过度自信,Doukas 和 Petmezas 证实了自我归因偏差是管理者过度自信的一个函数。^[32]因此,管理者前期过度自信的认知偏差可能影响管理者下一期的心理与行为,进而影响下一期公司的融资策略。因此,本文将管理者过度自信指标滞后一期对上述模型进行重新检验,也可以解决变量的内生性问题。由回归结果显示, $Con^* FD / Asset_{t-1}$ 的系数为正且高度显著。因此,该检验结果表明与前述结论一致,支持了本文研究结论的稳健性。

表 3 信息不对称与净债务融资 资金缺口 之间的敏感性检验

Variable	公司规模 (lg)		股利支付 ↓		有形资产比率 20.	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Intercept	0.107 ^a	5.589	0.089 ^a	4.449	0.087 ^a	5.034
$FD / Asset_{t-1}$	0.440 ^a	25.346	0.387 ^a	13.954	0.501 ^a	40.001
D^{asy}	-0.014 ^c	-1.656	0.022 ^b	2.335	0.006	0.687
$D^{asy} * FD / Asset_{t-1}$	-0.225 ^a	-9.951	-0.103 ^a	-3.485	-0.520 ^a	-26.652
$\Delta Tang$	0.089 ^b	2.257	0.070 ^c	1.688	-0.065 ^c	-1.723

Variable	公司规模 (16)		股利支付 1		有形资产比率 20.	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
ΔLnS	0.030 ^a	4.117	0.040 ^a	5.399	0.024 ^a	3.698
ΔPB	-0.001 ^a	-2.639	-0.001 ^a	-2.630	-0.001 ^a	-1.984
$\Delta Payf$	0.148 ^a	3.553	0.137 ^a	3.008	0.142 ^a	3.523
Lev_{t-1}	-0.252 ^a	-27.841	-0.269 ^a	-31.378	-0.215 ^a	-27.670
MHR	0.009	0.155	-0.002	-0.032	0.048	0.904
D^{ind}	yes		yes		yes	
D^y	yes		yes		yes	
$AdjR^2$	0.410		0.386		0.518	
$Ftest$	89.954 ^a		81.420 ^a		138.647 ^a	
$DWtest$	1.968		1.980		1.936	
N	2564		2564		2564	

4 关于替换管理者过度自信表征指标的检验。余明桂等以国家统计局公布的企业景气指数作为管理者过度自信程度的替代变量。^[33]企业景气指数反映了企业家对本企业综合生产经营情况的判断及对未来发展变化趋势的预期,该指数每季度披露一次,其数值在 0-200 之间。本文的年度行业景气指数取当年 4 个季度的均值,并与上年度的景气指数进行对比,如果差额为正,说明该年企业家对本公司的生产经营状况与未来发展更加自信,但是如果该公司这一年的经营业绩低于上一年度,则将公司的管理者视为过度自信,并取值为 1,否则取值为 0 并对前面的假说进行检验。由回归结果可知, $Corr^*FD/Asset_{t-1}$ 的系数显著为正,说明上述研究结论的稳健可靠。限于篇幅,上述相关检验的结果没有列出。

五、结论

本文以沪深两市 2002-2007 年期间在第 3 季报中披露盈余预告的 A 股上市公司为样本观测值,从行为公司财务视角,考察了管理者过度自信

与公司融资策略选择之间的关系。研究结果显示: (1)过度自信管理者高估公司未来的业绩,在公司内部现金流充裕时,过度自信管理者偏好内源融资;管理者的过度自信使净债务融资与资金缺口之间的敏感性增强,即当需要外部融资时,过度自信管理者比其他管理者利用更多的债务融资。进一步的研究还发现, (2)过度自信的度量指标虽源自盈余预告信息,但并不代表管理者过度自信的公司面临更高的信息不对称; (3)管理者过度自信使净债务融资与资金缺口之间具有更高的敏感性并不是源于市场时机选择的结果。因此,本文的研究结论支持了 Heaton 的理论分析^[34],说明过度自信管理者选择的融资策略遵循融资优序理论,证实了管理者过度自信假说能够对争议已久的融资优序理论提供一个新的阐释。同时本文放松管理者理性决策假设,从管理者过度自信的视角研究公司融资行为,更接近现实,有利于丰富、拓展公司财务理论与行为金融学的研究内容。

注释:

[1] Myers S.C., “The capital structure puzzle”. *Journal of Finance*, no. 39(1984), pp. 575-592

[2][26] Myers S.C. and Majluf N., “Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, no. 13(1984), pp. 187-221

[3] Narayanan, M. P., “Debt Versus Equity Under Asymmetric Information”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 23(1988), pp. 39-51.

[4] Heinkel R. and Zechner J., “The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 25(1990), pp. 1-24

[5][30] Shyam-Sunder L. and S. C. Myers, “Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure”, *Jour-*

- [6] Flannery M. J “Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice”, *Journal of Finance*, no 41(1986), pp 19– 38
- [7] Helwege J and N. Ljungqvist, “Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms”, *Journal of Financial Economics*, no 3(1996), pp 429– 458
- [8] Fan E and French K, “Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt”, *Review of Financial Studies*, no 15(2002), pp 1– 33
- [9] Frank, M. Z and V. K. Goyal “Testing the pecking order theory of capital structure”, *Journal of Financial Economics*, no 2(2003), pp 217– 248
- [10] 黄少安、张岗：《中国上市公司股权融资偏好分析》，《经济研究》2001年第 11期。
- [11] 陆正飞、叶康涛：《中国上市公司股权融资偏好解析》，《经济研究》2004年第 4期。
- [12] 刘星等：《中国上市公司融资顺序的实证研究》，《会计研究》2004年第 6期。
- [13] Tong G, and Green C J, “Pecking Order or Trade-off Hypothesis”, *Applied Economics*, no 19(2005).
- [14] 屈耀辉、傅元略：《优序融资理论的中国上市公司数据验证》，《财经研究》2007年第 2期。
- [15] [21] Dirk Hachbarth, “Managerial traits and capital structure decisions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no 4(2008), pp 843– 882
- [16] Hersh Shefrin, 《行为公司金融——创造价值的决策》，郑晓蕾译. 北京：中国人民大学出版社，2007年。
- [17] Graham, J. R. and C. R. Harvey, “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, *Journal of Financial Economics*, no 60(2001), pp 187– 243.
- [18] [34] J B Heaton, “Managerial optimism and corporate finance”, *Financial Management Tampa*, no 2(2002), pp 33– 45
- [19] Malmendier Urike, Geoffrey Tate, and Jun Yan, *Corporate financial policies with overconfident managers*, SSRN Working Paper, 2007.
- [20] [27] Lin Y., Hu S. and Chen M., “Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism”. *Pacific-Basin Finance Journal*, no 16(2008), pp 160– 181.
- [22] 郝颖、刘星、林朝南：《我国上市公司高管人员过度投资决策的实证研究》，《中国管理科学》2005年第 5期。
- [23] 王霞、张敏、于富生：《管理者过度自信与企业投资行为异化》，《南开管理评论》2008年第 2期。
- [24] 吴超鹏、吴世农、郑方镭：《管理者行为与连续并购绩效的理论及实证研究》，《管理世界》2008年第 7期。
- [25] 姜付秀、张敏、陆正飞、陈才东：《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》，《经济研究》2009年第 1期。
- [28] Paul Hribar and Holly Yang, *Does CEO overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management*, SSRN Working Paper, 2007.
- [29] [33] 余明桂、夏新平、邹振松：《管理者过度自信与企业激进负债行为》，《管理世界》2006年第 8期。
- [31] Baker and Wurgler, “Market timing and capital structure”, *Journal of Finance*, no 1(2002), pp 1– 32
- [32] John Doukas and Dimitris Petmezas, “Overconfident Managers and Self-attribution Bias”, *European Financial Management*, no 3(2007) pp 531– 577

[责任编辑：黄艳林]